

GLOBAL MACRO SHIFTS

with Michael Hasenstab, Ph.D.

第7号 | 2017年4月

国境がある世界における
貿易と税



今回のグローバル・マクロ・シフトでは、米国の法人税改革と国境調整税 (border adjustment tax, BAT) の潜在的な影響を分析します。BATがどのような形で機能するか、物価や為替に及ぼす影響、長期的なマクロ経済見通しに対する影響、国内セクターや貿易に対する影響、国際貿易に与える潜在的な影響について取り上げます。

本文書は詳細なリサーチに基づく報告書の概要です。全文に関しては [Global Macro Shifts homepage](http://www.franklintempletonglobal.com/franklintempletonglobal/gms/trade-taxes) (<http://www.franklintempletonglobal.com/franklintempletonglobal/gms/trade-taxes>)

をご参照ください。

重要事項

当資料は2017年4月19日時点の著者の分析および意見を反映したもので、フランクリン テンプルトン インベストメンツの他のポートフォリオ・マネージャー、運用チームあるいは運用プラットフォームの意見とは異なる可能性があります。当資料は一般的な情報提供のみを目的としたものであり、個別の投資助言または証券の売買、持続、または投資戦略の採用に関する推奨や勧誘を行うものではありません。また法律上、税務上の助言を構成するものではありません。

当資料のなかで示された見解ならびにコメント、意見、分析は、当資料作成時点のものであり、事前通知なしに変更される可能性があります。当資料で提供された情報は、すべての国、地域、市場に関するすべての重大な事実に関する完全な分析を目的とするものではありません。

すべての投資はリスクを伴い、このなかには元本を割り込む可能性も含まれます。外国証券への投資には為替変動、経済および政局の不透明感など特別なリスクを伴います。新興国市場とりわけフロンティア市場の投資では、同じ要因に関連してのリスクが増大する一方で、市場規模や低流動性に関連したリスクや証券市場を支える法制度、政治・経済構造、社会基盤の未整備といったリスクも伴います。そのような枠組みは通常フロンティア市場では特に未整備であり、極端な価格変動や低い流動性、貿易障壁、為替管理の悪化の可能性といった様々な要因があることから、新興国市場に関連するリスクがフロンティア市場では拡大します。債券価格は通常金利と逆方向に変動します。そのため、ポートフォリオで保有する債券の価格が金利上昇の影響を受け変動した場合、ポートフォリオの価値は低下する可能性があります。

概要



「BATの導入は、米企業の競争力を高め、海外に利益を留保するインセンティブをなくし、法定法人税率の大幅引き下げに必要な財源の手当てにつながると考えられます。」

マイケル・ハッセンスタブ、最高投資責任者 (CIO)
テンプレトン・グローバル・マクロ・グループ

米新政権は経済成長の加速と国内製造業の復活という2つの主要な目標を掲げています。改革政策にはさまざまな側面がある一方で、下院共和党が支持する法人税改革案は多くの議論的になっています。同案は政権の掲げる2つの目標を関連付けることを狙ったもので、理屈としては、法人税率引き下げによって経済成長を促し、輸入を阻止することで国内製造業を後押しするという内容になっています。

法定法人税率引き下げの必要性に関しては、ほとんど議論がみられません。その一方で、輸入を対象とした法人税の「国境調整 (BAT)」の導入に関しては、意見が大きく分かれています。最終的には「相互税 (reciprocal tax)」などの異なる名称で何らかの形のBATが導入される可能性があると考えています。BATは多額の税収をもたらすとみられることから、大幅な法人税引き下げの財源となり、大掛かりな税制改革を可能にすると考えられます。

輸出入に対する影響を考えると、BATが幅広く貿易に影響を及ぼす可能性があるのは明白といえます。貿易摩擦がうまくコントロールされると仮定した場合、最大の影響はビジネス環境の改善になると考えられ、投資の促進や生産性の改善と経済活動の加速をもたらすことにつながる見通しです。

BATはどのように機能するか

共和党のブループリントにおいて想定されている新法人税案では、国境調整は以下の形で機能するとされています：

- 輸出からの収益は法人税の課税対象から控除される。
- 国内投入コストは課税対象から控除されますが、輸入による投入コストは控除対象にはなりません。

全体としては、改革によって、課税拠点を生産が行われる場所ではなく、消費が行われる場所とし、従来のワールドワイド課税方式からテリトリアル課税方式へ、支払利息控除が可能な制度から資金のフローをほとんど考慮しない制度へ、そして所得に対する課税から消費に対する課税へとシフトします。

国境調整税は米課税制度の新たな目玉になると考えられますが、米国以外の多くの国は、国境調整の要素を持つ消費税である付加価値税 (VAT) という形で同様の税制をすでに導入済みです。経済的な影響という点では、BATは、人件費控除ありのVATに相当します。

BATが議論の的になっている理由

- **政治論争の的になりやすい:** すべての税制改革は勝ち組と負け組を生みますが、国境調整という面から輸出セクターと輸入セクターの利害の対立となります(ロビー活動の活発化が示すように)。
- **経済に対する影響は不透明:** 経済の調整によって物価、企業の利益、サプライチェーン、貿易の流れ、為替レートが混乱する可能性があります。ただ、米国以外のすべての先進国が国境調整消費税(VAT)をすでに導入し、対応してきたという点を指摘したいと思います。
- **WTOルールの順守:** 現在、世界貿易機関(WTO)は国境調整税を間接税の形では容認していますが、直接税としては容認していません。このため、国境調整法人税はWTOルールに違反すると考えられ、申し立てや対抗措置の引き金となる可能性があります。ただ、前述のように、共和党案は、WTOが容認するVATに人件費控除を加えたものであり、後者は、WTOに管轄権のない純粋な国内税制に関する決定となります。したがって、WTOによる異議申し立ては 正当な根拠を欠いていると考えられます。

為替レートと物価に対する影響

経済理論に則れば、VATなどの国境調整税が貿易の流れに長期的な影響を及ぼすことはないと考えられます。貿易収支は、国家の貯蓄投資バランスと定義されます。VATは消費に対する税金として貯蓄を後押しする一方で、投資も促進します。同様の根拠がBAT案にも当てはまります。

理論的には、貯蓄投資バランスに対する最終的な影響は中立となり、BATによる輸入の競争力低下(そして輸出の競争力向上)分を相殺するために為替レートは上昇することが予想されます。長期的には、米ドルはBATによる競争力への影響を相殺する水準まで上昇することが見込まれます。

ただ、短中期的には為替レートの調整は部分的にとどまる見通しです。そして、部分的な為替レートの調整は、輸入価格の上昇につながり、インフレ率を一時的に1%程度押し上げる可能性があるかと推定しています。

国内セクターと貿易フローに対する影響

BATがもたらす物価への影響に続き、企業が新たな税制と競争力の維持のための対応を進めるにつれ、国内の生産と貿易のやり方において調整が進むことが予想されます。法人税率引き下げのメリットが幅広く共有される一方で、BATは業界や業種に様々な影響を及ぼすことが予想されます:

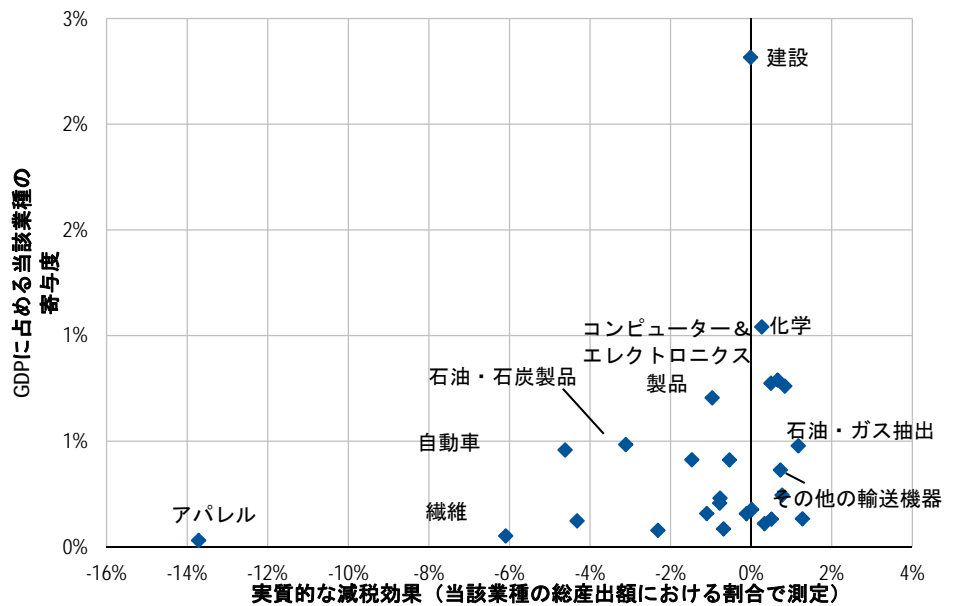
- 米国の輸入業者の利益が圧迫される一方で、一部の輸出業者や輸入競争企業では恩恵が見込まれます。
 - 海外の競争企業は、米国市場のシェアを維持する目的で、税引き前価格を引き下げ、ある程度の利益の落ち込みを受け入れる可能性が高いと考えられます。
 - サプライチェーンに対しては直ちに何らかの混乱が生じる可能性が高いと考えられます(特に複数の国にまたがるサプライチェーンの場合)。米企業は輸入原材料を可能な限り、国産に切り替える努力を行うことが予想されます。
 - 米ドル建て、外貨建て資産価格に対する影響により、外貨建て資産を保有するアメリカ人、もしくは米ドル建て負債を保有する外国人が悪影響を被ることが予想されます。
- 企業の最終利益に対する実際の影響は、多くの要因に左右されるうえ、セクター内でも大きなばらつきが予想されます。図1はBATを20%、法人税の引き下げ幅を15%と想定した場合の製造業で推定される影響を、当該業種の国内総生産(GDP)寄与度と、実質的な減税効果を当該業種の総産出額における割合で表したものと比較することで測定しています¹。

1. 当然のことながら、業種全体における実際的な最終的な損益は、GOPの税制改革が最終的に歳入に対し中立になるか否かに左右されます。

当該分析では、アパレル、皮革関連製品、繊維メーカー、繊維製品メーカーという相対的に小さな製品カテゴリーが大きな打撃を被りません。さらに、自動車および部品業者、コンピューター、電化製品といった製品規模が大きい分野が改革の直接的な影響という点では、顕著な負け組となります²。一方、その他の輸送機器（航空機を含む）と化学品では恩恵が見込まれます。他のケースでは、微妙に異なった影響が予想されます。例えば、石油・ガス抽出企業が恩恵を受ける一方で、石油生産者と石炭生産者は負け組となり、精製業者とシェールオイル生産者の間の緊張を反映しています。

業種別の潜在的な勝ち組と負け組

図1: 製造業で推定される影響 (BAT 20%、法人税 15%引き下げ)
2015年現在



出所: 米商務省経済分析局のデータを用いてテンプレートン・グローバル・マクログループが計算。図1の青色のひし形は米経済分析局の分類に基づく約25の製造業セクターを示しています。この図では、スペース上の制約から、グループの分析に重要と判断した9業種の名称のみを表示しました。残りの16業種は名称は非表示としましたが、上記表における立ち位置を示す目的で、図に残しています。Y軸は基本的に業種の付加価値度を示しており、X軸では当該業種がBAT導入と法人税引き下げによって勝ち組、負け組のどちらになるかを測定しています。基本的にY軸の上部に位置する業種(例:建設)は、付加価値が高い業種です。X軸の0%から右側に位置する業種(例:石油・ガス、化学、その他輸送機器)はBAT政策によって潜在的な恩恵が見込まれる一方で、左側に位置する業種(アパレル、繊維、自動車)は悪影響を被る可能性があります。

マクロ経済に対する長期的な影響

米国の税制改革は重要であり、長期に亘ってマクロ経済に影響を及ぼすと考えられます。全般的な財政改革は、生産性、競争力、成長を押し上げ、事業環境の改善をもたらす可能性があります。

- **税率引き下げ:** 積極的な税制改革では法定法人税率が大幅に引き下げられる見通しです。個人の所得税も減税となる可能性があります。
- **効率性の改善:** 同様に重要なのは、税制改革の成功は、従来きわめて複雑で無駄が多いと認識されてきた米国の税制度を単純化し、効率性の改善を促します。

- **リパトリエーション:** テリトリアル課税方式によって、利益を海外で留保するインセンティブが弱まります。1度の低税率の適用が、海外で積み上げられた課税されていない累積利益の米国への還流を促すとみられ、これが国内の経済活動の加速につながる可能性があります。さらに、米国に還流した利益の税金負債がインフラプロジェクトの投資促進を目的とする税額控除によって相殺される可能性も示唆されています。

米経済における投資はシクリカルにみてもすでに回復状態にある一方で、法人税改革の成功は、長期に亘って実物投資に対するインセンティブの促進に大きな効果をあげると考えられます。世界金融危機以後、投資低迷が生産性向上の潜在的な足かせの1つとされてきたことから、こうしたインセンティブの変化は、長期に亘って大きな利益をもたらす可能性があります。

2. アパレルや自動車など一部のセクターでは、(法人税減税を含めた後も)税金負債の増加が利益全体の大きな比率を占めると考えられます。

結論

BATの導入は米企業の競争力を高め、現在の企業利益を海外に留保するインセンティブを取り除き、法定法人税率(現在、経済協力開発機構(OECD)加盟国中、最も高水準)の大幅引き下げの財源として必要な税収の増加につながると考えられます。さらに、BATは米国の貿易相手国の大半です。すでに導入済みのVATに相当する税金であることから、導入によって同じ土俵に立つこととなります。

貿易相手国がWTOに提訴し、対抗措置が発動される可能性もありますが、全面的な貿易戦争に発展するリスクは限定的と考えます。

また、米ドルの上昇が予想されますが、輸出入の競争力に対するBATの効果を完全に相殺するほどにはならないとみています。結果として、輸入価格の上昇が一時的なインフレ率の上昇(1%程度と推定)をもたらすと思われる。

米国の輸入競合企業の一部は、代わりにシェアを獲得する機会に恵まれますが、どの程度の恩恵を享受できるかについては、投資と生産性向上に左右されると考えられます。輸出業者は恩恵が見込まれる一方で、大手小売りや石油精製業者などの輸入業者は悪影響を被ることが予想されます。ただ、貿易摩擦が抑制されるとの前提においては、今回の政策調整は事業環境全体を改善し、投資や経済活動の加速を促すと考えます。



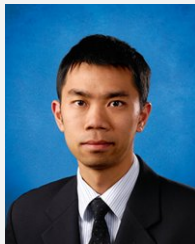
Michael Hasenstab, Ph.D.
Executive Vice President, Portfolio Manager,
Chief Investment Officer
Templeton Global Macro

Global Macro Shifts について

Global Macro Shifts は、Dr. Michael Hasenstab とテンプレトン・グローバル・マクロ・グループのシニア・メンバーによるグローバル経済についての分析と見方を掲載したリサーチ・ペーパーです。Dr. Hasenstab とチームメンバーは、債券・為替・マクロ戦略のアンコンストレインド運用を含むテンプレトンのグローバル債券運用戦略を運営しています。世界有数の大学で培った専門性を有する当チームメンバーによる詳細なリサーチに基づくグローバルマクロ分析を結集することで、長期的な市場の不均衡を見出し、投資機会に結びつけています。



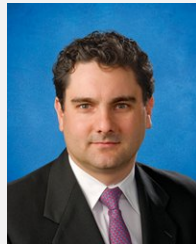
Sonal Desai, Ph.D.
Senior Vice President,
Portfolio Manager,
Director of Research
Templeton Global Macro



Calvin Ho, Ph.D.
Vice President, Senior Global
Macro & Research Analyst
Templeton Global Macro



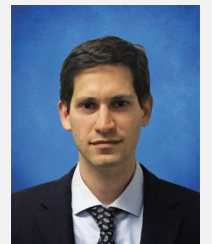
Hyung C. Shin, Ph.D.
Vice President, Senior Global
Macro & Research Analyst
Templeton Global Macro



Diego Valderrama, Ph.D.
Senior Global Macro &
Research Analyst
Templeton Global Macro



Attila Korpos, Ph.D.
Research Analyst
Templeton Global Macro



Shlomi Kramer, Ph.D.
Research Analyst
Templeton Global Macro

重要事項

当資料は2017年4月19日時点の著者の分析および意見を反映したもので、フランクリン・templton・インベストメンツの別のポートフォリオ・マネージャー、運用チームまたはプラットフォームの意見とは異なる可能性があります。当資料は一般的な情報提供のみを目的としたものであり、個別の投資助言または証券の売買、保有、または投資戦略の採用に関する推奨や勧誘を行うものではありません。また法律上、税務上の助言を構成するものではありません。

当資料のなかで示された見解ならびにコメント、意見、分析は、当資料作成時点のものであり、事前通知なしに変更される可能性があります。当資料で提供された情報は、すべての国、地域、市場に関するすべての重大な事実に関する完全な分析を目的とするものではありません。

当資料の作成には、第三者を情報源とするデータが使用されている可能性があります。フランクリン・templton・インベストメンツ(「FTI」)は当該データに関して独立した照合、検証、監査は行っていません。FTIは、本情報の利用によって生じたいかなる損失に対しても一切、責任を負いません。当資料のコメント、意見、分析に対する依拠に関しては、利用者が裁量で行ってください。

金融商品、サービス、情報はすべての管轄区域で入手可能なわけではなく、米国以外では、他のFTI関連会社および/または現地法および規則が承認するその販売会社によって提供されます。個別の管轄区域における金融商品およびサービスの提供に関する詳細な情報については、専門家の助言を受けることをお勧めします。

データ出所に関する詳しい情報については www.franklintempletondatasources.com を参照下さい。

< 当資料のお取扱いにおけるご注意 >

- 当資料はフランクリン テンプルトン インベストメンツ(フランクリン・templton・リソース・インクとその傘下の関連会社を含みます。)が作成したものを、フランクリン・templton・インベストメンツ株式会社が抜粋・翻訳した資料であり、特定のファンドの勧誘を目的とするものではありません。
- フランクリン・templton・インベストメンツ株式会社が設定・運用する投資信託は、国内外の株式や債券など値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額が変動し、投資元本を割り込むことがあります。従って、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益はすべて投資者の皆様へ帰属します。投資信託は預貯金とは異なります。また、投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、各ファンドの最新の投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。
- 当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に記載されている予測、見通し、見解のいずれも実現される保証はありません。当資料の内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。
- 当資料にかかわる著作権その他の一切の権利は引用部分を除き当社に帰属します。当資料の一部又は全部の無断での使用・複製は固くお断りします。

フランクリン・templton・インベストメンツ株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第391号

加入協会／ 一般社団法人投資信託協会

一般社団法人日本投資顧問業協会

一般社団法人第二種金融商品取引業協会